

## Il sistema finanziario italiano

[...]

La figura 1 rappresenta schematicamente il sistema finanziario. Per chiarirne il funzionamento, ci rifaremo alla rappresentazione del sistema finanziario fornita dalla Banca Centrale Europea (BCE).

Secondo una definizione comunemente accettata e assai ampia, il sistema finanziario comprende l'insieme dei mercati e degli intermediari finanziari la cui attività consiste nello scambio di attività finanziarie e dei rischi in esse incorporati. Attenzione, quindi: il sistema finanziario racchiude sia i mercati finanziari (come le borse) dove si scambiano i titoli che l'intermediazione finanziaria, come le banche.

La ragione di una definizione così ampia la si coglie guardando alla funzione più importante che il sistema finanziario svolge. Questa funzione consiste nell'incanalare i fondi dai soggetti che risparmiano (la cui spesa è inferiore al reddito, indicati nella figura come unità in surplus), verso quelli che effettuano spese nette (che spendono in misura superiore al proprio reddito, indicati nella figura come unità in deficit).

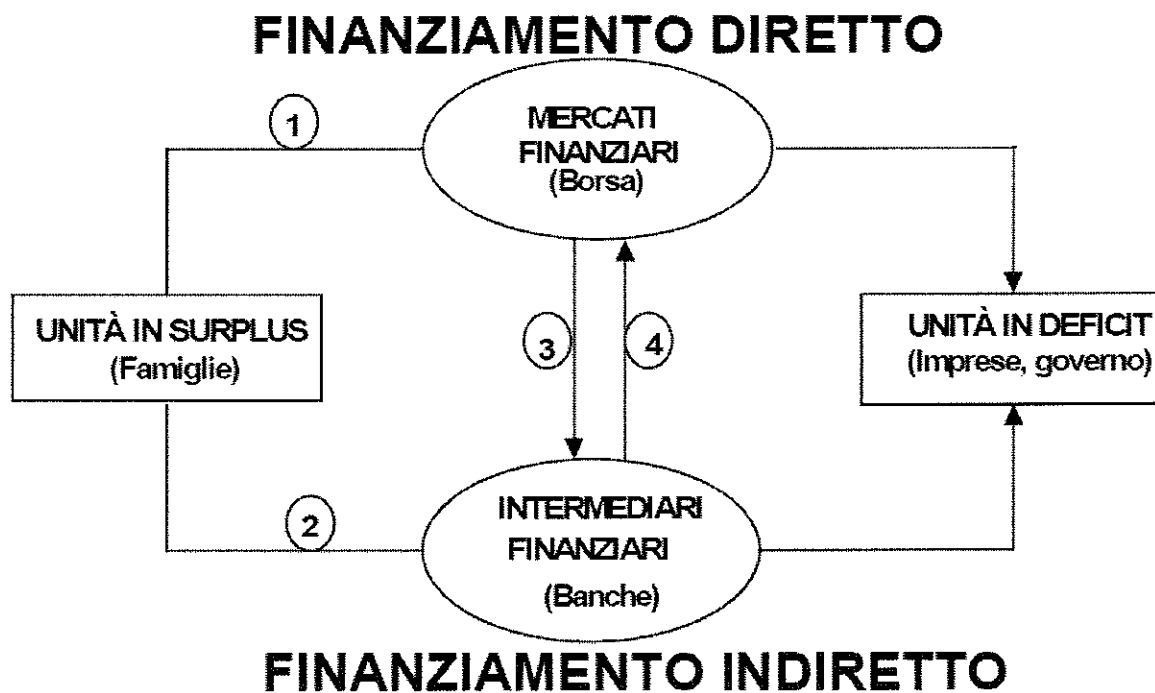
### IL FINANZIAMENTO DIRETTO E INDIRETTO

Questa funzione avviene attraverso due modalità o canali. Nel finanziamento diretto, che passa attraverso il mercato (vedi la parte superiore della figura), i prenditori ricevono i fondi direttamente dai prestatori sui mercati finanziari cedendo loro strumenti finanziari (quali le obbligazioni e le azioni), che rappresentano diritti sul reddito futuro e/o patrimonio dell'emittente. Quando invece il flusso ha luogo attraverso intermediari finanziari si parla di finanziamento indiretto, o bancario (vedi la parte inferiore della figura). Gli intermediari finanziari sono costituiti principalmente dalle banche, ma rientrano in questa classificazione altri intermediari finanziari, come le assicurazioni e le banche d'affari.

Alternativamente, a seconda che prevalga l'uno o l'altro tipo di finanziamento, si parla di sistema finanziario orientato al mercato oppure di sistema finanziario orientato agli intermediari. Per esempio, molto spesso si afferma che nei sistemi finanziari esistenti delle economie europee risulta prevalente il finanziamento indiretto, mentre in quelli delle economie anglosassoni (come Regno Unito e gli Usa) è prevalente un finanziamento diretto attraverso i mercati borsistici. Va aggiunto che queste differenze erano assai più marcate nel passato; oggi risulta assai più difficile distinguere in modo netto tra i diversi sistemi finanziari. In effetti, ciò a cui abbiamo assistito nel corso degli ultimi due decenni è piuttosto una convergenza verso un sistema "misto" in cui è molto difficile distinguere tra i ruoli assegnati agli intermediari e quelli svolti dai mercati finanziari.

Di norma chi presta sono le famiglie. Tuttavia, anche le imprese, le amministrazioni pubbliche e il resto del mondo – intendendo con questa espressione i non residenti – possono talvolta effettuare un risparmio positivo e agire quindi in veste di prestatori di fondi. Dal lato opposto si situano i settori che fanno maggiore ricorso al credito, abitualmente le imprese e le amministrazioni pubbliche anche se le famiglie e i non residenti possano talvolta indebitarsi per finanziare i propri acquisti.

Figura 1. Il sistema finanziario



1

Per esemplificare, nella figura sono state indicate con dei numeri alcuni possibili operazioni finanziarie specifiche che possono aiutare a comprendere meglio il funzionamento del sistema finanziario:

1. le famiglie acquistano azioni emesse dalle imprese;
2. le famiglie depositano i propri risparmi presso il sistema bancario. Le banche effettuano prestiti alle imprese;
3. le banche si finanziano in borsa emettendo azioni e obbligazioni;
4. le banche investono fondi in obbligazioni e azioni.

Come le ultime due operazioni indicano, nel funzionamento del sistema i mercati e gli intermediari finanziari non sono entità separate, bensì strettamente interagenti, tramite lo scambio continuo di risorse finanziarie (si guardi di nuovo la parte centrale della figura). Da un lato, i fondi confluiscono dai mercati verso gli intermediari finanziari quando questi ultimi, per raccogliere le risorse necessarie a finanziare le proprie attività, emettono azioni e titoli di debito. Dall'altro, essi rifluiscono verso i mercati, ad esempio, quando gli intermediari finanziari acquistano titoli pubblici o societari a titolo di investimento, oppure per il tramite di un fondo comune di mercato monetario. Altri esempi di possibili interrelazioni fra i mercati e gli intermediari finanziari sono la consulenza che questi ultimi forniscono alle società non finanziarie emittenti e i prestiti a breve termine da essi erogati per coprire il periodo necessario a rendere disponibili i fondi raccolti tramite le emissioni.

All'interno di questo sistema di scambi finanziari le relazioni sono dunque complesse e talvolta così intrecciate da rendere "opaco" il sistema di relazioni che connette i diversi soggetti che operano nell'economia. A ciascuno dei soggetti economici che partecipano agli scambi nel sistema finanziario fanno capo diverse modalità di finanziamento, una diversa distribuzione della ricchezza, una diversa composizione di attività e passività finanziarie detenute, e quindi anche dei rischi ad esse connessi; infine, diverse norme e controlli che ne regolano l'operato e le scelte.

## **CONSOB : Prodotti derivati (elementi base)**

### **I. Cosa sono i prodotti derivati**

Il termine "derivati" indica la caratteristica fondamentale di questi prodotti: il loro valore deriva dall'andamento del valore di una attività ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività, ovvero l'evento, che possono essere di qualsiasi natura o genere, costituiscono il "sottostante" del prodotto derivato.

La relazione - determinabile attraverso funzioni matematiche - che lega il valore del derivato al sottostante costituisce il risultato finanziario del derivato, anche detto "pay-off".

I prodotti derivati sono utilizzati, principalmente, per tre finalità:

- ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura o, anche, hedging);

- assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa);

- conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio).

Il problema più complesso dei derivati è, da sempre, quello della determinazione del loro valore o, meglio della sua stima. E' un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico, in quanto richiede complesse attività di analisi.

Abbiamo già detto che esso varia in relazione all'andamento del sottostante, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica. In questo senso si afferma che il valore dei prodotti derivati è connesso sia al sottostante che al pay-off.

La stima del valore dei prodotti derivati, ad un certo momento, richiede la capacità di simulare i possibili scenari futuri del sottostante al fine di determinare, per ciascuno scenario, il conseguente valore del pay-off. Pertanto, il valore del derivato è la media dei valori assunti dal pay-off ponderati per le probabilità di accadimento di ciascuno scenario (avranno maggiore peso gli scenari più probabili), scontata del valore finanziario del tempo (e cioè riportata al momento della valutazione).

Diversi dai prodotti derivati sono i prodotti strutturati, che sono costituiti dalla combinazione, in un unico prodotto, di uno o più prodotti finanziari con uno o più prodotti derivati, in maniera tale da modificare strutturalmente l'originario profilo di rischio/rendimento dei singoli prodotti. [...]

## **II. Principali categorie di prodotti derivati**

### **1. I Contratti a termine**

Un contratto a termine è un accordo tra due soggetti per la consegna di una determinata quantità di un certo sottostante ad un prezzo (prezzo di consegna) e ad una data (data di scadenza o maturity date) prefissati.

Il sottostante può essere di vario tipo:

- attività finanziarie, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;

- merci, come petrolio, oro, grano, ecc..

L'acquirente del contratto a termine (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a corrispondere il prezzo di consegna per ricevere il sottostante) apre una posizione lunga (long position), mentre il venditore (vale a dire colui che si impegna alla scadenza a consegnare il sottostante per ricevere il prezzo di consegna) apre una posizione corta (short position).

I contratti a termine sono generalmente strutturati in modo che, al momento della loro conclusione, le due prestazioni siano equivalenti. Ciò è ottenuto ponendo il prezzo di consegna, cioè quello stabilito nel contratto, pari al prezzo a termine. Quest'ultimo è uguale al prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo a pronti o, anche, prezzo spot) maggiorato del valore finanziario del tempo intercorrente tra la data di stipula e la data di scadenza. Se si verifica questa condizione, cioè se le prestazioni sono equivalenti, al momento della

conclusione del contratto non si deve fare luogo, fra le parti, allo scambio di alcuna prestazione compensativa.

Va da sé che, se inizialmente il prezzo a termine coincide con il prezzo di consegna, successivamente, durante la vita del contratto, si modificherà in ragione, essenzialmente, dei movimenti del prezzo corrente che il sottostante via via assume.

Le variazioni del valore del sottostante determinano il profilo di rischio/rendimento di un contratto a termine, che può essere così riassunto:

- per l'acquirente del contratto, cioè colui che deve comprare un certo bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dal deprezzamento del bene. In questo caso, infatti, egli sarebbe comunque costretto a pagare il prezzo già fissato nel contratto per un bene il cui valore di mercato è minore del prezzo da pagare: se l'acquirente non fosse vincolato dal contratto, potrebbe più vantaggiosamente acquistare il bene sul mercato ad un prezzo minore. Per la ragione opposta, in caso di apprezzamento del sottostante, egli maturerà un guadagno, in quanto acquisterà ad un certo prezzo ciò che vale di più;

- per il venditore del contratto, cioè colui che deve vendere un certo bene ad una certa data e ad un prezzo già fissato nel contratto, il rischio è rappresentato dall'apprezzamento del bene. L'impegno contrattuale, infatti, lo costringe a vendere il bene ad un prezzo inferiore a quello che realizzerebbe sul mercato. Conseguirà invece un guadagno in caso di deprezzamento del sottostante, in quanto, grazie al contratto stipulato, venderà il bene ad un prezzo superiore a quello di mercato.

[...]

Le principali tipologie di contratti a termine sono i contratti forward ed i contratti futures.

## **2. Gli Swap**

La traduzione letterale di swap, cioè scambio, identifica la sostanza del contratto: due parti si accordano per scambiare tra di loro flussi di pagamenti (anche detti flussi di cassa) a date certe. I pagamenti possono essere espressi nella stessa valuta o in valute differenti ed il loro ammontare è determinate in relazione ad un sottostante. Gli swap sono contratti OTC (over-the-counter) e, quindi, non negoziati su mercati regolamentati. Il sottostante può essere di vario tipo e influenza notevolmente le caratteristiche del contratto che può assumere, nella prassi, svariate forme.

I contratti swap sono generalmente costituiti in modo tale che, al momento della stipula, le prestazioni previste sono equivalenti. In altri termini, è reso nullo il valore iniziale del contratto, così da non generare alcun flusso di cassa iniziale per compensare la parte gravata dalla prestazione di maggior valore. Se al momento della stipula le due prestazioni sono equivalenti, non è detto che lo rimangano per tutta la vita del contratto. Anzi, è proprio la variazione del valore delle prestazioni che genera il profilo di rischio/rendimento: la parte che è tenuta ad una prestazione il cui valore si è deprezzato rispetto al valore iniziale e, quindi, rispetto alla controprestazione maturerà un guadagno e viceversa. La caratteristica essenziale delle operazioni di swap - cioè quella di scambiare dei flussi di cassa, connessi ad un'attività sottostante, con altri flussi di cassa di diverso tipo - determina la creazione di nuove opportunità finanziarie altrimenti non conseguibili.

Queste opportunità possono essere sfruttate in funzione di molteplici esigenze, che possono essere di copertura, di speculazione o di arbitraggio, a seconda delle finalità che l'operatore si pone.

## **3. Le Opzioni**

Un'opzione è un contratto che attribuisce il diritto, ma non l'obbligo, di comprare (opzione call) o vendere (opzione put) una data quantità di un bene (sottostante) ad un prezzo prefissato (strike price o prezzo di esercizio) entro una certa data (scadenza, o maturità), nel qual caso si parla di opzione americana, o al raggiungimento della stessa, nel qual caso si parla di opzione europea. Il bene sottostante al contratto di opzione può essere:

- un'attività finanziaria, come azioni, obbligazioni, valute, strumenti finanziari derivati, ecc.;
- una merce, come petrolio, oro, grano, ecc.;
- un evento di varia natura.

In ogni caso il sottostante deve essere scambiato su un mercato con quotazioni ufficiali o pubblicamente riconosciute ovvero, nel caso di evento, oggettivamente riscontrabile.

Le due parti del contratto di opzione sono chiamate compratore (c.d. holder) e venditore (c.d. writer) dell'opzione. Il compratore, dietro pagamento di una somma di denaro, detta premio, acquista il diritto di vendere o comprare l'attività sottostante. Il venditore percepisce il premio e, in cambio, è obbligato alla vendita o all'acquisto del bene sottostante su richiesta del compratore.

Secondo la terminologia usata dagli operatori, l'acquirente apre una posizione lunga (long position), mentre il venditore apre una posizione corta (short position). Nel momento in cui il compratore dell'opzione esercita il diritto, cioè decide di acquistare (call) o vendere (put), si verificano i seguenti scenari:

- nel caso di opzione call, il compratore dell'opzione call riceverà dal venditore la differenza fra il prezzo corrente del sottostante (c.d. prezzo spot) e prezzo di esercizio;
- nel caso di put, il compratore dell'opzione riceverà la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo spot.

La differenza fra prezzo spot e prezzo di esercizio, nel caso della call, e prezzo di esercizio e prezzo spot, nel caso della put, è comunemente detta valore intrinseco.

Il valore intrinseco non può assumere valori negativi in quanto il portatore ha il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere; pertanto, nel caso in cui il prezzo corrente del sottostante al momento dell'esercizio fosse inferiore al prezzo di esercizio della call (o viceversa per la put), eviterà semplicemente di esercitare il diritto, con una perdita limitata alle somme pagate per il premio.

La relazione fra prezzo spot del sottostante e prezzo di esercizio determina anche la cosiddetta moneyness di un'opzione. Questo concetto esprime la distanza fra i due prezzi. La moneyness distingue le opzioni in:

- at-the-money quando il suo prezzo di esercizio è esattamente pari al prezzo corrente (il valore intrinseco è quindi nullo);
- in-the-money quando l'acquirente percepisce un profitto dall'esercizio (valore intrinseco positivo, cosiddetto pay-off positivo): pertanto, una call è in-the-money quando lo strike è inferiore allo spot, mentre, al contrario, una put è in-the-money quando lo strike è superiore allo spot (quando questa differenza è molto ampia si parla di opzioni deep in-the-money);
- out-of-the-money quando all'esercizio del diritto non corrisponderebbe alcun pay-off positivo per l'acquirente (il valore intrinseco avrebbe valore negativo il che, peraltro, come già detto, non si verifica in quanto l'acquirente dell'opzione rinuncia all'esercizio): pertanto, una call è out-of-the-money quando lo strike è superiore allo spot, mentre una put è out-of-the-money quando lo strike è inferiore allo spot. Nel caso in cui la differenza sia molto ampia si parla di opzione deep out-of-the-money.

L'esecuzione del contratto, per le opzioni in-the-money, può realizzarsi:

- con l'effettiva consegna del bene sottostante, e allora si parla di consegna fisica o physical delivery;
- con la consegna del differenziale in denaro tra il prezzo corrente del sottostante e il prezzo di esercizio (cash settlement).

[...]

## Da dove arrivano i rendimenti 11

La definizione di una strategia di investimento e la pianificazione patrimoniale richiedono una buona conoscenza degli strumenti finanziari e dei loro rendimenti, indipendentemente dall'imprevedibilità del comportamento dei mercati.

Sebbene consapevoli del trade-off esistente tra rischi e rendimenti gli investitori maturano in genere una percezione dell'esposizione al rischio differente, in base al proprio profilo personale (caratteristiche reddituali, culturali e familiari) e ai propri obiettivi di investimento.

A queste diverse esigenze corrispondono altrettanti modelli di rendimento associati al livello di esposizione al rischio, a seconda che si privilegino prodotti più o meno strutturati piuttosto che più o meno garantiti.

### Come si calcola il rendimento

Il rendimento dell'investimento può in linea di massima derivare da interessi e dividendi (in questo caso si parla di redditi da capitale), oppure da aumenti del valore del capitale, intendendo con ciò i guadagni di capitale (definiti anche capital gain).

Nel calcolo del valore finale dell'investimento si dovrà tener conto della somma tra il valore iniziale dell'investimento e del guadagno (o perdita) maturato nell'intervallo di tempo preso a riferimento:

$$\text{Rendimento} = \text{valore iniziale} + \text{guadagno (o perdita)} / \text{valore iniziale}$$

Il guadagno di un investimento può esprimersi sotto tre forme generali:

1. interesse o cedola maturati sul valore nominale del prodotto finanziario (obbligazioni)
2. dividendi su quote di partecipazione al capitale sociale (azioni)
3. capital gain sulla compravendita di prodotti finanziari (trading on line)

### Da dove si genera il rendimento?

*Obbligazioni: interessi e cedole*

Le obbligazioni si caratterizzano per un rendimento stabilito a priori e corrisposto periodicamente attraverso le cedole o come differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di rimborso alla scadenza. Di diverso tipo e natura questi titoli di investimento possono naturalmente presentare diversi profili di rendimento e si distinguono in funzione delle modalità di pagamento delle cedole in:

- obbligazioni senza cedola dette anche zero coupon (ad es. BOT e CTZ)
- obbligazioni con cedola fissa (dette anche a tasso fisso) che predeterminano l'importo da pagare per ogni scadenza (ad es. BTP)
- obbligazioni a tasso variabile indicizzate a predeterminati parametri (ad. es. inflation linked bonds, CCT; ecc.)

La rischiosità dei titoli suddetti è, a parità di altre condizioni, direttamente proporzionale all'importo delle cedole rispetto al prezzo (cioè più è alto il rapporto cedole/prezzo e più sono rischiosi) e alla presenza o meno di una indicizzazione (se le cedole non sono indicizzate il titolo è più rischioso).

Per scegliere l'obbligazione in cui investire, non basta quindi guardare la cedola offerta. Il rendimento del titolo dipende da diversi elementi:

- il prezzo di emissione,
- il prezzo di acquisto,
- il valore di rimborso,
- le spese di acquisto applicate dalla banca
- gli oneri fiscali.

### *Azioni: i dividendi societari*

Remunerazione del capitale investito al momento dell'acquisto delle azioni i dividendi non sono altro che una quota dei profitti realizzati da una società, e ridistribuita ai soci.

Il rendimento di una azione dipende dall'incremento (o decremento) del valore dell'azione in un dato periodo a cui si aggiungono eventuali dividendi pagati nello stesso periodo.

L'ammontare di dividendi che spetta a ogni socio è proporzionale alle azioni della società in suo possesso.

Spesso le piccole società preferiscono reinvestire i profitti, per incrementare o consolidare la propria attività; quelle grandi invece, più facilmente decidono di destinare parte dei profitti al monte dividendi.

### ***Cassettista o speculatore?***

Il discrimine tra queste due categorie di soggetti e i rendimenti di cui beneficiano consiste nell'orizzonte temporale di investimento prescelto e nell'interesse prestato ai diritti di natura amministrativa piuttosto che alle plusvalenze.

Saranno dunque cassetisti gli investitori che tendono a tenere le azioni in portafoglio per lunghi periodi, generalmente poiché sono interessati a diritti di natura amministrativa (come il diritto di voto); a questa categoria di azionisti preme quindi soprattutto prevedere l'entità dei dividendi futuri.

Gli speculatori al contrario, non sono interessati ai diritti amministrativi e mantengono in portafoglio le azioni per un breve arco di tempo, aspettando che il loro prezzo salga abbastanza per permettere loro di realizzare una plusvalenza; se consideriamo poi che il breve tempo di detenzione delle azioni spesso non permette loro nemmeno di percepire i dividendi, il loro interesse si concentrerà sul prezzo dell'azione.

### ***Il capital gain***

Utilizzato per indicare la differenza tra il prezzo di vendita e quello di acquisto di uno strumento finanziario il capital gain si riferisce ai redditi e alle plusvalenze generate da negoziazione di titoli e di diritti, quali cessione di partecipazioni, cessioni a termine di valute o contratti assimilati, plusvalenze derivanti dalla cessione a pronti o a termine di titoli, comprese le obbligazioni.

I guadagni da capitale sono tassati sulla differenza tra minusvalenze e plusvalenze, ovvero su differenziali positivi e altri proventi, e le minusvalenze e differenziali negativi. Questi guadagni sono tassati con un'imposta sostitutiva del 12,5% (con riduzione, nel caso di risparmio gestito, delle commissioni e degli oneri di gestione). La tassazione è invece del 27% se si considerano le plusvalenze derivanti da cessioni di partecipazioni qualificate.

### **Quali e quanti tipi di rendimento?**

Nella valutazione del rendimento ottenuto dall'investimento azionario od obbligazionario è utile tener presente l'incidenza del fattore inflazione.

I rendimenti possono infatti essere di due tipi:

- Il rendimento nominale: rendimento senza alcuna correzione degli effetti dell'inflazione;
- Il rendimento reale: rendimento depurato dagli effetti dell'inflazione.

Quando si investono i propri risparmi in azioni, obbligazioni, immobili o altre attività, di solito si spera di ottenere un rendimento superiore al tasso d'inflazione, in modo da compensare con il rendimento la perdita del potere d'acquisto della moneta. Per tale motivo, i rendimenti sono spesso espressi in termini reali, ovvero al netto dell'inflazione.

Il rendimento reale di un'attività patrimoniale è pari alla differenza fra il tasso di rendimento nominale e il tasso d'inflazione.

[...]

### **Il calcolo delle aspettative e la curva dei rendimenti**

Fortemente correlati alle aspettative di mercato i rendimenti sono una conseguenza diretta del comportamento dei soggetti che operano sulle piazze finanziarie. Sebbene non sia facile pianificare il rendimento di un investimento finanziario, esiste uno strumento, chiamato curva dei rendimenti che può aiutare gli investitori più esperti nel cogliere la diretta connessione tra esposizione al rischio e

rendimento. La curva dei rendimenti è un grafico che rappresenta il tasso di rendimento pagato dalle obbligazioni della stessa qualità di credito, ma con scadenza diversa.

La curva normale dei rendimenti si basa sul presupposto che le obbligazioni con scadenze brevi abbiano rendimenti più bassi perché il rischio associato è inferiore. All'aumentare degli anni si creano maggiore incertezza e un rischio ulteriore. Il maggiore rischio delle obbligazioni di lungo è dovuto da una volatilità più elevata, un rischio di inflazione e un rischio di default.

La curva può avere pendenza negativa (quando i rendimenti a breve sono superiori a quelli dei titoli a medio-lungo termine) o positiva quando i rendimenti a medio-lungo termine sono superiori a quelli a breve. In breve la curva dei rendimenti consente di avere un quadro di assieme sulle aspettative degli operatori.